

## 日銀は動かない、動いてはいけない

2016年6月8日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 藤代 宏一  
TEL 03-5221-4523

### 【海外経済指標他】

- ・米非農業部門労働生産性（1Q、確報）は前期比年率▲0.6%と速報から0.4%pt上方修正された一方、単位労働費用は+4.5%と速報値から0.4%pt上方修正された。低い労働生産性と高い労働コストが企業収益を圧迫している。

### 【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- ・前日の米国株は小幅ながら続伸。アジア時間からのリスクオンの流れとなり、欧州株もそれを引継ぐと、WTIの50回復を横目に米株現物も高く寄り付いた。NYダウは一時18000を回復し、S&P500も2100を回復。WTI原油は50.36<sup>ドル</sup>（+0.67<sup>ドル</sup>）と50<sup>ドル</sup>の太台に乗せた。欧州株も強く、主要国株価指数は軒並み上昇。
- ・前日のG10通貨はUSDがほぼ全面安となるなかでAUDが最強。その反面、SEKは僅かに下落し、EUR、DKK、JPYなどマイナス金利通貨の上昇幅は限定的。USD/JPYは107半ばで一進一退、EUR/USDは1.13半ばで横ばい。
- ・前日の米10年金利は1.718%（▲1.9bp）で引け。米株高・原油高にもかかわらず、債券市場では6・7月の利上げ観測後退が引き続き意識されてか金利低下。欧州債市場も総じて堅調。ドイツ10年金利が0.050%（▲3.8bp）で引けたほか、イタリア（1.422%、▲4.6bp）、スペイン（1.461%、▲5.9bp）、ポルトガル（3.119%、▲7.6bp）が金利低下。3ヶ国加重平均の対独スプレッドはタイトニング。

### 【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は欧米株高に追随して続伸（9：45）。
- ・昨日RBA理事会では大方の予想どおり1.75%での政策金利据え置きが決定された。声明文では、豪経済の総括判断が上方修正されたほか、住宅価格上昇についての文言が復活するなど、やや景気認識が強気に傾斜。そうした認識の下、最重要項目の将来の金融政策に関する文言は見当たらず、明確なハト派バイアスは示されなかった。因みに、5月3日のサプライズ利下げの1ヶ月前にあたる4月理事会の声明文では「低インフレの持続が更なる緩和余地を提供」（Continued low inflation would provide scope for easier policy）として5月の利下げが示唆されていた（その後発表されたCPIが予想比下振れたため、追加利下げへ）。
- ・5月米雇用統計の弱さとそれに伴うFED利上げ観測の低下を受けて、日銀の追加緩和観測が浮上。日経新聞が市場参加者を対象にした調査によると「6月緩和」が23%、「7月緩和」が34%と約6割が7月までの追加緩和を予想したとされる（8日付、日経新聞朝刊）。
- ・①USD/JPYが105-110という日銀にとって好ましくないレンジで推移し、②日銀が重視する日銀版新型コアCPI（除く生鮮・エネルギー）が4月に節目の1%を割り込んだ。この2つの悩みが解消されない限り、日銀がいつ動いても不思議ではない。他方、③10年BEIや5Y5Yインフレスワップでみた予想インフレ率は、原油価格の反発を背景に反発基調にあり、④最近株価下落も一服するなど金融環境は比較的安定している。③、④は追加緩和しない理由としてある程度の説得力がある。
- ・昨日の当レポートで指摘したとおり、日銀が最重要視している（すべき）のは追加緩和のタイミングだろう。政策効果（≒円安・株高）を最も高められると考えられる時機は、FEDが利上げを実施し、USD

高の流れができてきている時。そこで、その流れを一段と後押しすべく追加緩和に踏み切れば、2013年4月、2014年10月に近い反応が期待できる。日銀は1月29日の教訓を得て、FEDの利上げ見送りというUSD安の風を跳ね返せるとは思っていないだろう。こうした見方に基づけば、FEDの利上げ観測が遠のいている6・7月は日銀が弾を温存すると判断される。仮にそのタイミングで追加緩和に動いた場合、それが無駄弾に終わる可能性がある。

